

## 투자포커스

### 기술적 분석 : 1800p. 낙폭 과대의 조건 (죽은 고양이와 움추린 개구리)

Technical Analyst 김영일 769-2176 ampm01@daishin.com

#### 과거 KOSPI 15% 이상 하락 사례

하락 기간	하락률	비고
2006.5.11~2006.6.14	-18.61%	
2007.7.26~2007.8.17	-19.28%	
2007.11.1~2008.3.17	-26.27%	중국긴축
2011.4.27~2011.9.26	-26.32%	유럽위기
<b>2015.4.24~현재</b>	<b>-17.76%</b>	

자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

KOSPI가 지난 4월 2189p를 기록한 이후 18주를 지나고 있다. 그리고 이 기간 지수는 고점 대비 17.76%(장중저점)나 하락했다. (2003년 이후 KOSPI 중기 조정시 20주, 22주차에 반등이 나왔다)

2006년 이후 KOSPI가 15% 이상 하락한 적은 총 4번 있었다(미국 금융위기 제외). 두 번은 하락 폭이 19% 내외였고, 나머지 두 번은 26% 내외였다. 참고로 과거 하락 폭을 현재로 환산할 경우 1780p와 1620p가 된다.

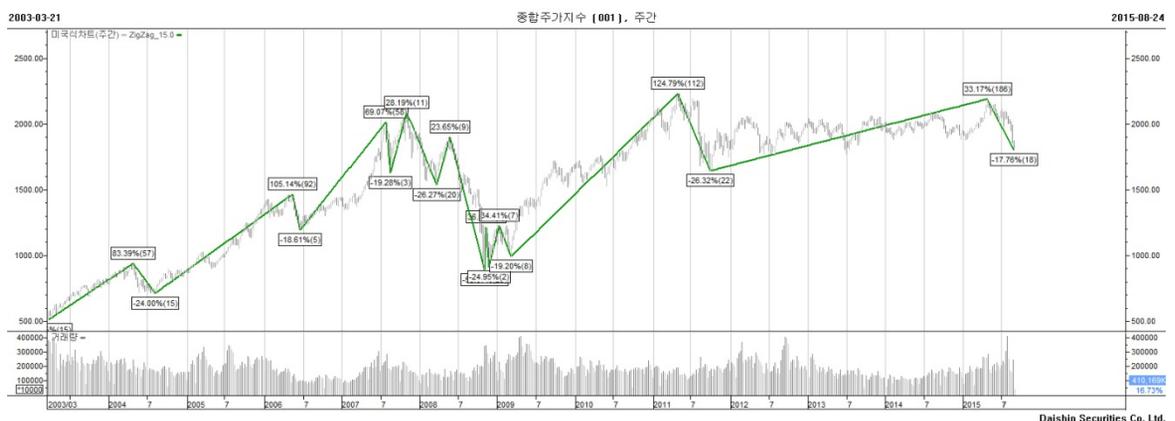
KOSPI 하락이 26%까지 확대되었던 시기를 살펴보면 (1) 2007년 11월의 경우 중국의 대규모 긴축과 유가 급등이 원인이었고 (2) 2011년은 유럽 위기와 미국 신용등급 강등이 원인이었다.

중국 경기 우려가 커지고는 있지만 이번 주가 하락에서는 아직까지 위 두가지 경우와 같은 시스템 리스크가 발견되지 않고 있다.

중국 리스크가 단기간에 확대되지 않는다면 통계적으로 KOSPI는 1700p 후반에서 기술적 반등을 시작할 가능성이 높다. 그리고 기술적 지표를 통해 그 시기가 8월말~9월초가 될 것으로 예상된다.

지수 반등이 나타날 경우 관심 대상은 낙폭과대주이다. 특히 기술적으로 강세 흐름을 유지하고 있는 낙폭과대주에 주목할 만하다.

그림 1. KOSPI 15% 이상 하락했던 시기 : 하락률과 기간(주)



자료: 대신증권, 대신증권 리서치센터 주: 지그재그차트(15%)

중국 차트 : 아직 끝나지 않았다

중국 증시를 보면 아직은 시스템 리스크가 확대될 것으로 보이지 않는다.

6월 이후 가파른 하락으로 투자 심리는 크게 위축되었지만, 2014년 이후 진행하고 있는 중기 상승 추세가 훼손되진 않았기 때문이다. 오히려 최근 하락은 A-B-C 조정 패턴으로 해석되며 현재는 6월 이후 진행된 조정의 막바지 국면이라고 생각된다.

물론 여기에는 전제 조건이 있다. 이번 하락이 2014년 이후 상승 폭의 62% 되돌림 수준인 3100~3200p에서 멈추어야 한다는 것이다. 기술적 측면에서 중국 증시는 이번 주가 분수령이 될 것이다.

중국 증시에 대해 지나치게 비관할 필요는 없다. 3100p에서의 지지대 형성 가능성이 남아있기 때문이다. 이유는 (1) 3200p부터가 2009년 이후 주요 매물대이고 (2) 홍콩H 지수 또한 박스권 하단에 근접했으며 (3) 2007년이나 2009년에 비해 밸류에이션 부담이 낮기 때문이다. 이번 주 3100p 내외에서의 반등 여부를 주목할 필요가 있다.

그림 2. 중국 증시 주요 매물 구간 진입. 기술적 강세는 여전히 유효



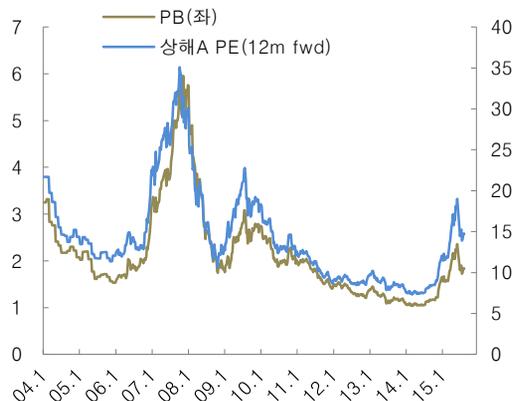
자료: 대신증권, 대신증권 리서치센터

그림 3. 홍콩H 박스권 하단 근접



자료: 대신증권, 대신증권 리서치센터

그림 4. 과거에 비해 밸류에이션 부담 높지 않아



자료: IBES, 대신증권 리서치센터

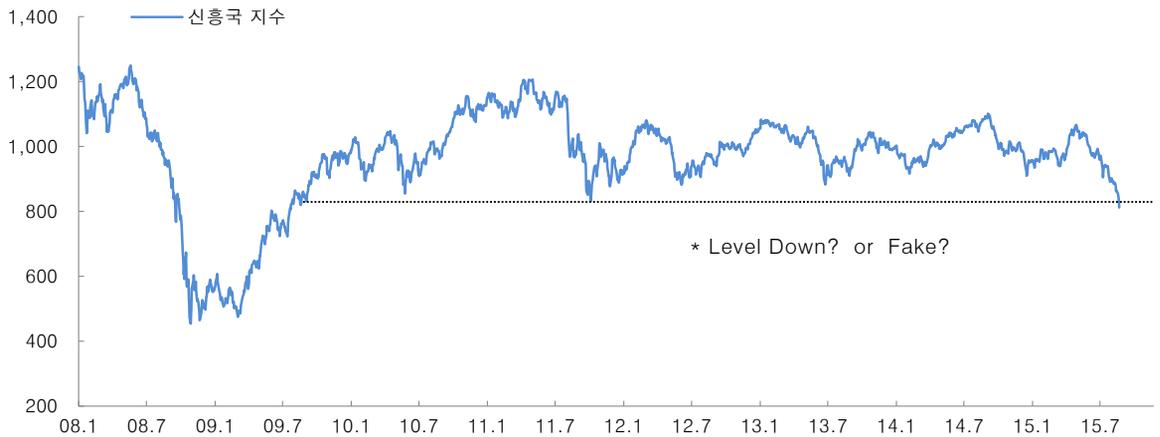
신흥국 차트 : Level-Down인가? Fake인가?

신흥국 상황은 시스템 리스크 가능성을 반영하고 있다. 이번 주 MSCI 신흥국 지수는 2011년 유럽 위기 당시 수준을 하회하고 있다.

기술적으로는 한 단계 레벨-다운이 우려되는 상황인데 만약 1~2주내 이탈했던 지지선을 회복한다면 저점 이탈이 Fake로 인식되어 빠르게 반등에 나설 수도 있다. 향후 1~2주 신흥국 지수 흐름을 주시해야 하는 이유이다.(그림 5)

8월 신흥국 레벨-다운 시도 배경에는 외환 시장이 불안이 있다. 신흥국 통화는 7월 저점을 이탈한 이후 빠르게 하락하고 있고 이로 인해 외국인 자금 유출이 확대되고 있다 (그림 6). 8월 중순 이후 나타나고 있는 달러화 약세 전환에 주목한다. ‘달러화 약세 = 신흥국 통화 강세’라는 공식은 깨진 상황이지만 달러화 약세가 조금 더 이어질 경우 최소한 심리적으로라도 신흥국 통화가 안정화될 가능성이 있기 때문이다. 실제 최근 미국과 유럽 경기에 대한 심리 차이는 추가 달러 약세를 시사하고 있다.(그림 7)

그림 5. 귀로에 선 신흥국 지수



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 6. 신흥국 통화 발작



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 7. 서프라이즈 지수.. 추가 달러 약세 가능성 시사



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

KOSPI : 통계적 하단 1780p내외

앞서 시스템 리스크가 발생하지 않을 경우 통계적인 KOSPI 저점을 1780p내외로 산정했는데 밸류에이션 측면에서 보더라도 유사한 결과가 나온다.

지난주 KOSPI PB(12m fwd)는 0.89배로 2011년 하반기(유럽 위기) 이후 가장 낮은 수준이다. 다만, PE는 이 기간 1800p 하회시보다(평균 8.2) 훨씬 높은 10.03이다. 합리적인 PB 산정을 위해 통계 방식(ROE, PB 선형회귀)을 이용한 결과 현재 ROE 수준에서 95% 신뢰수준하에 PB하단은 0.85로 추정되며 KOSPI로 환산시 1800p가 된다.

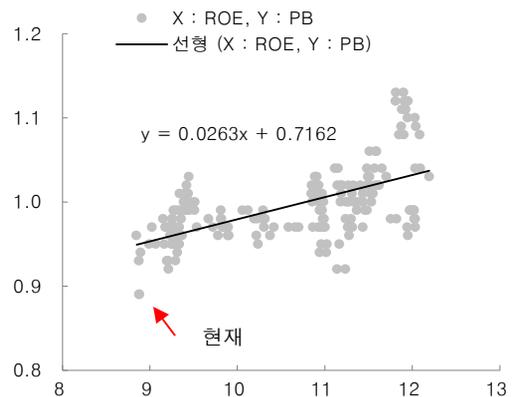
다만, 하락 강도가 강하다는 점은 부담스럽다. 기술적으로 하락 강도는 이번 주 임계치에 도달할 것이다. (그림 10)은 추세 강도를 나타내는 지표인 ADX이며 클라이맥스 포착에 유용하다. 2011년 이후 ADX는 40 수준에서 최고치를 기록했다. 그리고 ADX가 하락 전환한 이후 지수 반등이 뒤따랐다. ADX가 하락 전환했다는 것은 기존의 추세가 약화되고 있다는 의미이기 때문이다. 주 후반 ADX 하락 반전을 주시할 필요가 있다.

그림 8. 2011년 하반기 이후 1800p 하회시 밸류에이션

시기	KOSPI	PE	PB	ROE
현재	1829.8	10.03	0.89	8.88
2013-06-25	1780.6	8.24	0.92	11.24
2012-07-25	1769.3	8.15	0.97	11.95
2011-11-25	1776.4	8.21	1.01	12.40

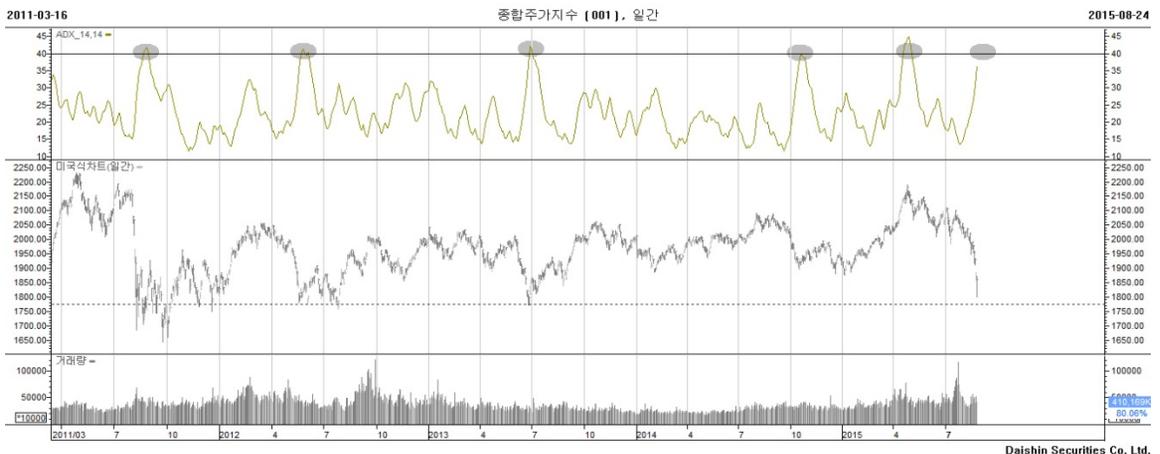
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 9. ROE 하락으로 PB 수준 낮아져



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 10. 하락 강도 클라이맥스를 향해 다가가고 있어



Daishin Securities Co. Ltd.

자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

낙폭 과대의 조건 : 죽은 고양이가 아니라 움추린 개구리

지수 반등이 나타날 경우 관심 대상은 낙폭과대주이다.

특히 최근 주가 하락의 주요 원인이 심리적인 부분에 있었던 만큼 기술적으로 강세 흐름을 유지하고 있는 낙폭과대주에 주목할 필요가 있다.

지수 하락 국면에서의 낙폭과대주 선정은 신중해야 한다. (1) 지수 하락이 멈춰야 하고 (필자는 ADX가 하락 전환할 경우 시그널로 판단) (2) 추세적인 강세를 진행하는 과정에서 가격 조정을 나타낸 종목이 유리하다. (1) 의미있는 저점을 이탈하지 않았고 (2) 중장기 이동평균선(200일선)이 상승하는 종목이 이에 해당한다.(움추린 개구리)

단순한 낙폭과대 종목은 언제든 다시 하락할 수 있는 리스크가 있어 반등하더라도 추가 하락 위험에 노출되어 있다. 이익 전망이 불투명하고 중장기 하락 추세를 진행하는 종목이 단순 가격 매력으로 반등하는 경우를 Dead Cat Bound(죽은 고양이의 반등)라 한다. 이러한 종목은 낙폭과대주로서 매력이 없다.

(그림 11)은 시가총액 1조 이상 종목 중 ‘기술적으로 움추린 개구리’ 가능성이 높은 종목이다. 더불어 심리적으로 매수세가 유입될 수 있는 가격대인 되돌림 비율(2014년말~2015년 고점)도 명시했다. 지수 반등 신호가 발생한 이후(ADX하락) 되돌림 비율에서의 종목 지지력이 확인된다면 이들 종목이 기술적으로 1차 관심 종목이 될 것이다.

참고로 업종에서는 화장품/의류, 미디어/교육, 건강관리등이 기술적 낙폭과대업종에 해당한다.(다음 페이지 그림12~그림17)

그림 11. 기술적 측면에서 본 낙폭 과대주와 심리적 예상 지지선

종목명	현재가(8.24)	12m fwd		연중최고대비 하락률(%)	되돌림 비율			기관 순매수(주간추이, 억원)			외국인 순매수(주간추이, 억원)		
		PE	PB		38%	50%	62%	W-2	W-1	W	W-2	W-1	W
삼양홀딩스	180,000	31.76	1.09	-41.2	220,547	194,150	167,753	97.0	76.9	-4.0	3.1	-48.6	-0.2
바이로메드	131,000			-36.2	143,378	124,250	105,122	29.0	-107.8	45.5	-28.5	-44.3	-51.1
현대산업	51,500	15.61	1.60	-35.2	61,298	55,675	50,052	-38.4	-250.3	-67.5	56.4	307.1	19.5
한미약품	395,000	88.40	6.63	-34.8	404,684	342,498	280,311	-157.8	583.7	67.9	139.5	-147.8	-100.9
녹십자	187,500	22.97	2.09	-33.0	217,543	198,250	178,957	-2.6	51.7	26.4	45.6	6.4	-20.2
동원F&B	404,500	21.19	2.67	-32.9	473,884	434,000	394,116	-10.6	3.3	19.9	-9.5	-22.6	-14.9
휴온스	88,200			-30.8	97,623	88,425	79,227	-89.2	71.8	15.2	35.1	-19.0	3.3
OCI머티리얼즈	100,000	11.79	2.43	-30.6	106,488	94,900	83,312	-66.1	-22.2	11.5	79.2	55.0	-2.5
한화케미칼	16,400	10.80	0.57	-29.5	18,399	16,900	15,401	-200.3	-91.3	0.1	-55.4	122.3	8.1
한국콜마	94,000	36.80	7.76	-28.5	97,693	87,250	76,807	53.0	71.0	32.5	-70.5	-27.3	-35.4
쌍용양회	19,100	9.67	1.02	-28.3	19,812	17,700	15,588	-0.9	13.1	6.2	-3.3	-8.7	-7.0
하나투어	149,000	30.15	6.68	-27.3	150,947	134,250	117,553	-60.0	-43.3	25.6	32.1	59.1	-8.0
무학	48,200	19.97	2.59	-27.1	52,216	47,928	43,639	-48.6	29.7	11.2	37.2	2.2	-14.9
롯데케미칼	223,000	7.48	0.95	-26.9	234,521	212,750	190,979	15.4	61.4	-8.1	-56.2	57.2	-18.1
아모레퍼시픽	335,500	32.98	6.46	-26.3	360,535	331,200	301,865	-215.0	227.0	254.2	-444.9	-350.3	-337.1
동원시스템즈	99,500	27.14	8.17	-26.0	91,334	78,000	64,666	-0.7	11.5	0.5	-16.7	29.6	17.5
BGF리테일	177,000	26.81	5.70	-25.6	166,299	144,150	122,001	100.1	-68.0	26.4	-218.5	-53.8	-17.7
다우기술	26,750	12.03	1.33	-25.3	25,941	22,895	19,849	-18.4	-27.4	-37.6	3.8	73.7	15.2
한화	41,050	11.04	0.58	-24.7	43,460	40,050	36,640	-81.4	163.1	1.4	78.2	-77.0	3.4
크라온제과	711,000	18.87	3.27	-23.0	636,882	548,500	460,118	-61.5	33.6	11.6	12.4	89.1	10.2
CJ CGV	104,000	38.15	4.93	-22.1	100,056	89,725	79,394	-30.5	-79.5	-24.1	17.3	57.3	-1.5
효성	121,000	8.62	1.22	-21.4	117,519	106,250	94,981	2.3	26.1	-46.4	15.8	44.3	-11.3
한국항공우주	84,700	32.80	6.07	-20.5	79,951	71,750	63,549	-96.0	175.9	51.5	-168.1	-164.9	-40.6
로엔	80,000	34.30	8.08	-20.0	75,915	68,475	61,035	25.7	7.2	1.8	-13.0	40.4	-3.2
CJ	265,000	24.38	1.91	-19.3	258,594	237,000	215,406	133.2	149.1	140.5	-108.9	-156.8	-137.9

자료: WISEIN, 대신증권 리서치센터

그림 12. 필수재 : 괴리 4.0% (to 50%조정)



자료: Wsefn, 대신증권 리서치센터

그림 13. 미디어 : 괴리 4.0% (to 50%조정)



자료: Wsefn, 대신증권 리서치센터

그림 14. 화장품,의류 : 괴리 1.3% (to 50%조정)



자료: Wsefn, 대신증권 리서치센터

그림 15. 비철금속 : 괴리 1.3% (to 50%조정)



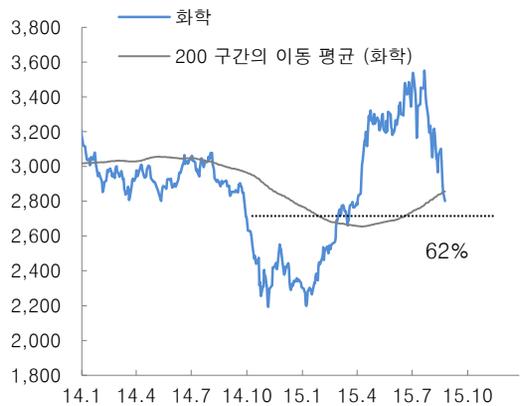
자료: Wsefn, 대신증권 리서치센터

그림 16. 건강관리 : 괴리 5.4% (to 62%조정)



자료: Wsefn, 대신증권 리서치센터

그림 17. 화학 : 괴리 3.1% (to 62%조정)



자료: Wsefn, 대신증권 리서치센터

---

---

### ▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다. 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.